

Брифинг **ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

Приложение доступно по [ссылке](#)

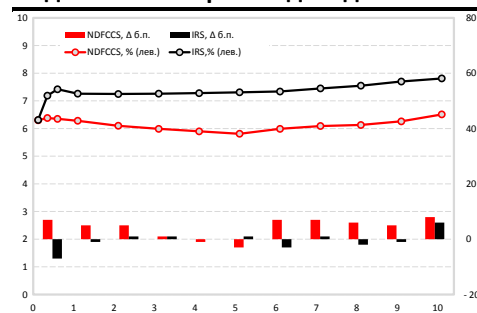
Ревью предыдущего дня

- Вчерашние статданные не повод для коррекции.** Разочарование данными от ADP, а также ослаблением ISM в сфере услуг не повод для окончательного переключения в «защитный» режим, хотя это вызвало продажи на фондовых рынках (Euro Stoxx 50 -1.52%, S&P 500 -1.05%) и вернули интерес к бумагам американского и немецкого Казначейств (UST'10 -3 бп, Bunds'10 -2 бп).
- Анонс продаж минфином валюты на открытом рынке обвалил рубль.** Заставшее врасплох большинство игроков российского валютного рынка заявление А. Силуанова обвалило рубль (корзина 35.70; +41 коп.). Предполагая, что на этапе внедрения этого механизма ежедневные операции минфина не превысят объема интервенций Банка России, мы считаем, что дальнейшее ослабление рубля вглубь коридора продаж ЦБР будет происходить только в случае ухудшения внешнеэкономической ситуации.
- Госбумаги почти не заметили валютного шока.** Аукционы Минфина имели разнородный успех, однако спрос на длинный выпуск ОФЗ 26211 показал наличие потенциала в этом сегменте. Вопреки ослабленной динамике рубля вторичный рынок госбумаг продолжил «диапазонную» торговлю на уровнях вторника.

Корпоративные новости

- Сибур.** Результаты за 2012 г. по МСФО: рост долговой нагрузки.

Индикативные кривые доходностей



Источник: Bloomberg, Московская Биржа, Росбанк

Ключевые индикаторы рынка

	Посл. знач.	Δ день	Δ нед.
UST'10Y, %	1.81	-4.84	-3.48
BUND'10Y, %	1.29	-1.90	+1.80
ЦБОР'ЭМ, %	0.28	-0.10	-0.25
Россия'30, %	3.13	-2.20	-12.30
MosPrime'ON, %	6.19	+2.00	-9.00
iTraxx Xover, б.п.	473.96	+4.61	-18.92
EMBI+Sov, б.п.	293.74	+0.65	-4.84
Россия'5Y CDS, б.п.	159.39	-1.02	-5.86
Коррсчета, млрд. руб.	782.30	-66.90	-64.40
Депозиты, млрд. руб.	114.40	+7.70	+5.70
Dow Jones	14 550.35	-0.77	+0.17
S&P500	1 553.69	-1.07	-0.59
PTC	1 425.99	-0.99	-1.41
ММВБ	1 427.94	-0.17	+0.21
Золото, \$/тр. унц.	1 560.31	-0.95	-2.94
Нефть Brent \$/барр.	107.11	-3.34	-2.41
Руб./\$	31.54	+0.95	+1.55
Руб./Корзина	35.58	+0.96	+1.79

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

Перечень наших свежих публикаций
[на последней странице](#)

Основные события дня

Показатель	Страна	Период
ЦБ принимает решение по ставкам	Англия, Еврозона	4 апреля
Обращения за пособием по безработице	США	30 марта

Ревью предыдущего дня

- **Вчерашние статданные не повод для коррекции**

Ожидания рынков относительно американского индикатора делового оптимизма в сфере услуг (ISM) и показателя изменения занятости от компании ADP не оправдались в полном объеме, что разочаровало фондовые площадки в ходе вчерашних торгов (Euro Stoxx 50 -1.52%, S&P 500 -1.05%) и вернуло должный интерес к защитным инструментам (UST'10 1.81%, -3 бп, Bunds'10 1.29%, -2 бп), однако не позволило окончательно пересмотреть прогнозы по NFP в худшую сторону. Несмотря на все более явные признаки замедления темпов восстановления экономики США, порция важных статданных и серия заседаний мировых ЦБ, сосредоточенных сегодня и в пятницу, остаются в числе факторов способных предотвратить коррекционный вектор (усиленный, в том числе экономическими и политическими проблемами Еврозоны). Учитывая нейтральную (нейтрально-мягкую) позицию Банка Англии в течение последних месяцев, а также еще не закончившийся период адаптации нового главы регулятора, в центре внимания, несомненно, будет заседание ЕЦБ.

От ЕЦБ мы не ожидаем кардинальных изменений процентной политики, так как эффект смягчения выглядит достаточно ограниченным в условиях разбалансированного трансмиссионного механизма Еврозоны и текущего уровня рыночных ставок. В этой связи некоторые стимулы от регулятора возможны лишь со стороны изменения условий по действующим инструментам рефинансирования (к примеру, могут быть смягчены требования к передаваемым в залог кредитам или снижены дисконтные ставки по ним). Традиционный комментарий ЕЦБ, который состоится после оглашения решения по ставкам, очевидно, вновь сосредоточится на политической ситуации в ряде стран (Италия, Кипр), а также отсутствии видимого прогресса в решении структурных вопросов – создании банковского союза и исполнении принятых странами обязательств по унификации фискальной политики.

- **Анонс покупок минфином валюты на открытом рынке обвалил рубль**

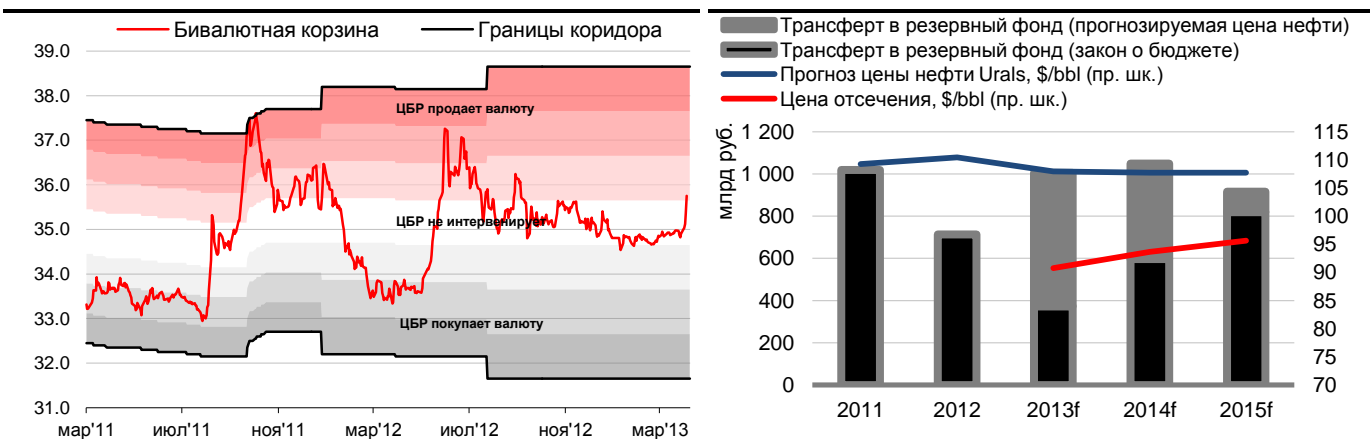
Заявление министра финансов А. Силуанова, анонсировавшего вчера возможное начало покупок минфином валюты в резервный фонд на открытом рынке уже во втором полугодии этого года, застало врасплох игроков российского валютного рынка и в одночасье обвалило рубль, пробившего границу продаж ЦБР. В настоящее время Минфин конвертирует средства по официальному курсу в ЦБР, что никоим образом не влияет на рынок, в то время как перевод валютнообменных операций на открытый рынок создает участника с достаточно большим объемом предложения рублей, что очевидно, негативно воспринимают игроки и обуславливает шок на валютном рынке. По итогам дня бивалютная корзина (35.70) прибавила 41 коп., остановившись лишь почувствовав сопротивление Банка России. Более того, мы полагаем, что в некоторой степени значительное ослабление рубля предыдущего дня так же может быть связано с предполагаемым изменением механизма конверсионных операций минфина.

Отсутствие деталей подпитывает панику на валютном рынке. Хотя новый механизм интервенций минфина может быть запущен уже в следующем квартале, официальные лица министерства пока не раскрыли никаких деталей его реализации, что дополнительно подпитывает панику участников валютного рынка, начинающих закладывать в ожидания самые неблагоприятные сценарии.

Введенное недавно бюджетное правило предусматривает, что все доходы от нефти и газа, превышающие определенный порог, рассчитываемый на основе исторической долгосрочной средней цены на нефть (первоначально за пятилетний период), должны переводиться в суверенные фонды. В законе о бюджете на 2013 год предполагается трансферт в резервный фонд в объеме 373.4 млрд руб. (\$11.7 млрд по текущему курсу) при предположении цены отсечения по нефти (исторической цены) в размере \$91/баррель и прогнозируемой – \$97/баррель.

При менее «благоприятном» сценарии, предполагающем цены на нефть марки Urals около \$110/баррель (базовый прогноз Societe Generale), реализация механизма может привести к росту спроса на твердую валюту на \$30 млрд, что составляет половину ожидаемого положительного сальдо текущего счета. Это, в свою очередь, неизбежно приведет к значительному ослаблению рубля (последствия аналогичны падению цены на нефть на \$15/баррель) и соответствующей коррекции внутреннего спроса.

Интервенции Банка России позволяют сдерживать давление на рубль со стороны минфина



Источник: Минфин, ЦБР, Росбанк

В то же время мы считаем реализацию шоковых сценариев маловероятной и ожидаем, что власти примут все меры к тому, чтобы смягчить последствия для валютного рынка, обеспечив поэтапное внедрение нового механизма, к примеру, растянув переходный этап на длительный срок, постепенно увеличивая долю конверсий, проводимых на открытом рынке. Таким образом, мы считаем, что на этапе внедрения этого механизма ежедневные операции минфина не превысят объем интервенций Банка России, которые в настоящее время составляют около \$70 млн в день. В этой связи мы видим потенциал дальнейшего ослабления рубля вглубь коридора продаж ЦБР только в случае ухудшения внешнеэкономической ситуации. Ключевое значение в этом контексте принимают сегодняшнее заседание ЕЦБ и пятничный релиз статистики по рынку труда. Руководствуясь позитивными ожиданиями наших американских коллег из SG, предполагающих рост новых рабочих мест (NFP) на уровне февраля, мы не ожидаем дальнейшего снижения котировок рубля.

- **Госбумаги почти не заметили валютного шока**

Результаты вчерашних аукционов Минфина, несмотря на достаточный запас прочности целевых диапазонов доходности контрастировали друг с другом. Размещение ОФЗ 26211 (10/10 млрд руб., 7.12%) прошло на высокой ноте, тогда как серия ОФЗ 25081 (7.6/20 млрд руб., 6.34%) не пользовалась должным спросом со стороны участников рынка. Покупки в более длинной серии ОФЗ укладываются в наши ожидания относительно фундаментальной привлекательности дальнего участка кривой госбумаг. Среднесрочный выпуск мог столкнуться с уже насыщенным в предыдущий месяц спросом, а дополнительную негативную роль мог сыграть и рыночный фактор, сосредоточившийся на стороне девальвационной коррекции рубля относительно «твердых» валют. Однако вторичный рынок не подал явных признаков поспешного закрытия длинных позиций на фоне ослабления рубля, продолжив боковую динамику в относительно узких диапазонах доходностей: ОФЗ 25080 (6.25%; б.и.), ОФЗ 25081 (6.32%; б.и.), ОФЗ 26209 (7.01%; -2 бп), ОФЗ 26207 (7.33%; -1 бп).

На движения валютного рынка кривая NDF отреагировала параллельным смещением вверх на 5-7 бп, что не могло не разочаровать текущих «получателей» ставок. Учитывая наш скептицизм относительно ситуации на форексе (см. статью «Анонс покупок Минфином валюты на открытом рынке обвалил рубль») а также видение предстоящих проблем на денежном рынке, способном в среднесрочной перспективе оказать поддержку ставкам NDF на участке 6-12 месяцев, текущие сдвиги кривой лишь добавляют моментов для увеличения позиций «получения» ставок.

Владимир Колычев
+7 (495) 725-56-37
VKolychev@mx.rosbank.ru

Евгений Кошелев, CFA, FRM
+7 (495) 662-1300, доб. 14838
EKoshelev@mx.rosbank.ru

Владимир Цибанов
+7 (495) 662-1300, доб. 14834
VNTsibanov@mx.rosbank.ru

Корпоративные новости

Финансовые результаты: Сибур

- Сибур (Ba1/-/BB+) опубликовал результаты по МСФО за 2012 г.

В 2012 г. Сибур увеличил выручку на 9.1% г/г до 271.3 млрд руб. Результат был по большей части обеспечен ростом выручки от продажи пластиков и продуктов органического синтеза, а также сырьевых продуктов, доходы от продажи которых поднялись за счет роста объемов производства и реализации, а также индексации цен. EBITDA, тем не менее, снизилась на 6.7% г/г до 80.6 млрд руб. вследствие опережавшей рост выручки динамики стоимости сырья, транспортных расходов и зарплат. Рентабельность понизилась на 5 пп и составила 29.7%.

Основные финансовые показатели, млн руб.

	2012	г/г	2011	2n'12	г/г	2n'11	пп/пп	1n'12
Выручка	271 330	+9.1%	248 660	134 404	+5.8%	127 074	-1.8%	136 926
Операционная прибыль	71 712	-8.6%	78 453	33 867	-8.4%	36 989	-10.5%	37 845
рентабельность, %	26.4%	-5.1 пп	31.6%	25.2%	-3.9 пп	29.1%	-2.4 пп	27.6%
ЕБИТДА	80 563	-6.7%	86 361	37 718	-9.1%	41 514	-12.0%	42 845
рентабельность, %	29.7%	-5.0 пп	34.7%	28.1%	-4.6 пп	32.7%	-3.2 пп	31.3%
ЕБИТДАР	85 014	-4.8%	89 323	40 155	-6.5%	42 940	-10.5%	44 859
рентабельность, %	31.3%	-4.6 пп	35.9%	29.9%	-3.9 пп	33.8%	-2.9 пп	32.8%
FFO	61 351	-3.2%	63 355	24 974	-2.6%	25 631	-31.3%	36 377
рентабельность, %	22.6%	-2.9 пп	25.5%	18.6%	-1.6 пп	20.2%	-8.0 пп	26.6%
Чистая прибыль	60 400	-1.9%	61 559	30 423	+4.7%	29 060	+1.5%	29 977
рентабельность, %	22.3%	-2.5 пп	24.8%	22.6%	-0.2 пп	22.9%	+0.7 пп	21.9%
Активы	378 299	+17.1%	323 129	378 299	+17.1%	323 129	+15.6%	327 277
Собственные средства	195 756	+18.4%	165 334	195 756	+18.4%	165 334	+13.0%	173 210
Долгосрочный долг	41 058	-20.6%	51 716	41 058	-20.6%	51 716	-23.9%	53 944
Краткосрочный долг	54 936	+76.1%	31 194	54 936	+76.1%	31 194	+86.7%	29 430
Чистый долг	81 380	+31.4%	61 946	81 380	+31.4%	61 946	+6.3%	76 568
Чистый долг/ЕБИТДА LTM	1.01x	+0.29x	0.72x	1.01x	+0.29x	0.72x	+0.10x	0.91x
Чистый долг а dj/ЕБИТДАР LTM	1.27x	+0.38x	0.89x	1.27x	+0.38x	0.89x	+0.20x	1.07x
FFO LTM/Чистый долг	75.4%	-26.9 пп	102.3%	75.4%	-26.9 пп	102.3%	-5.6 пп	81.0%
FFO LTM а dj/Чистый долг а dj	59.5%	-22.4 пп	82.0%	59.5%	-22.4 пп	82.0%	-9.1 пп	68.6%
ЕБИТДА/Проценты	39.00x	+13.56x	25.44x	44.21x	+17.98x	26.23x	+8.92x	35.29x

Источник: отчетность по МСФО, расчеты Росбанка

Чистый долг компании повысился за год до 81.4 млрд руб., а отношение скорректированного чистого долга к ЕБИТДАР поднялось до 1.27x. Рост задолженности обусловлен финансированием инвестиционной программы, затраты на которую составили 74.3 млрд руб. при FFO на уровне 61.4 млрд руб. Также отток средств из компании произошел в виде выплаты дивидендов на 29.3 млрд руб. Отраженная в отчетности высокая доля краткосрочной задолженности не совсем соответствует действительности, так как часть ее была рефинансирована в январе посредством выпуска еврооблигаций на \$1 млрд, который торгуется с премией около 70 бп к выпускам Новатэка и небольшой премией к выпуску Фосагро. Мы считаем, данные уровни компенсации справедливо отражают разницу в кредитном качестве компаний.

По нашему мнению, поскольку у компании сохраняются необходимость осуществления инвестиций на уровне 70-80 млрд руб., а также обязательства по выплате дивидендов, в ближайшее время денежные потоки Сибура будут отрицательными. Тем не менее, мы не ждем роста долговой нагрузки по показателю Скорректированный чистый долг/ЕБИТДАР выше 1.7x и выше 1.5x ЕБИТДА в 2013 г.

Александр Сычев
+7 (495) 662-1300, доб. 14837
AASychev@mx.rosbank.ru

Последние публикации

Брифинг долговых рынков	Экономика	Специальные обзоры
Среда, 3 апреля (Что сулит «нестандартное» решение Банка России; Металлоинвест, БК Евразия)	Итоги апрельского заседания ЦБР (рус / eng)	Торговая идея: Покупать ОФЗ 26207 (eng)
Вторник, 2 апреля (Как сыграть на решении Банка России; Русгидро, Евраз)	Апрельское заседание ЦБР (рус)	Квартальный экономический обзор (рус / eng)
Понедельник, 1 апреля (План заимствований на второй квартал подтверждает гибкость Минфина; Распадская, РЖД 28)	Экономика в феврале (рус / eng)	Россия в фокусе, февраль (рус / eng)
Пятница, 29 марта (Кривая НДФЛ на участке 6-12 месяцев обладает наибольшим потенциалом снижения; Ростелеком)	Промышленное производство в феврале (рус / eng)	Норильский никель – профиль эмитента (рус / eng)
Четверг, 28 марта (Аукционы Минфина подтвердили «осторожный» спрос на длинные ОФЗ, которые мы продолжаем считать недооцененными; Недельная инфляция; Евраз, Теле2)	Итоги мартовского заседания ЦБР (рус)	Россия в фокусе, январь (рус / eng)
Среда, 27 марта (Новая пенсионная формула призвана сбалансировать бюджет ПФР; МТС БО1, НЛМК)	Мартовское заседание ЦБР (рус)	Прогноз факторов ликвидности банковского сектора в 2013 году (рус)
Вторник, 26 марта (Магнит БО-8,9)	Ликвидность банковского сектора в марте (рус)	Россия в фокусе, ноябрь (рус / eng)
Понедельник, 25 марта (Аэрофлот БО-3, ДельтаКредит 11-ИП, Магнит)	Инфляция в феврале (рус / eng)	Квартальный экономический прогноз - Россия: в борьбе со встречными ветрами (рус / eng)
	Экономика в январе (рус / eng)	Что сулит более эффективная работа трансмиссионного механизма ДКП (рус / eng)
	Промышленное производство в январе (рус / eng)	Новации ЦБР помогут «расчитать» канал процентных ставок трансмиссионного механизма монетарной политики (рус / eng)
	Итоги февральского заседания ЦБР (рус / eng)	Комментарий к первичному размещению: Внешпромбанк БО-2 (rus)
	Февральское заседание ЦБР (рус)	
	Ликвидность банковского сектора (рус)	
	Инфляция в январе (рус / eng)	
	Экономика в декабре (рус / eng)	

Команда

Исследования и аналитика	Трейдинг	Продажи финансовым учреждениям	Корпоративные продажи	Инвестиционно-банковские услуги
Владимир Колычев VKolychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	Борис Брук BBruck@rosbank.ru +7 (495) 232-9828	Марина Петухова MPetukhova@rosbank.ru +7 (495) 725-5477	Владимир Мацко vladimir.matsko@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Михаил Афонский MAfonsky@rosbank.ru +7 (495) 234-0974
Александр Попов, CFA APopov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14836	Василий Королев VKorolev@rosbank.ru +7 (495) 234-0986	Вера Шаповаленко VASHapovalenko@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	Роман Воронин roman.voronin@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Виктория Якимова Yakimova@rosbank.ru +7 (495) 725-5494
Евгений Кошелев, CFA, FRM EKoshelev@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14838	Александр Ройко ARoiko@rosbank.ru +7 (495) 604-7461	Павел Малавкин PMalavkin@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	Евгений Курочкин eveniy.kurochkin@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Татьяна Амброжевич TAmbrozhevitch@mx.rosbank.ru +7 (495) 956-6714
Владимир Цибанов VNTSibanov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14834	Михаил Петушков MAPetushkov@rosbank.ru +7 (495) 604-7461		Александра Павлова avpavlova@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44	Юрий Новиков YSNovikov@mx.rosbank.ru +7 (495) 234-0974
Александр Сычев ASychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14837	Дмитрий Зайцев DZaitsev@rosbank.ru +7 (495) 721-9557		Роман Будаев roman.budaev@socgen.com +7 (495) 725-57-44	
Алексей Думнов ADumnov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14835			Андрей Галкин aagalkin@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44	

Настоящий обзор предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, Росбанк не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни Росбанк, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ОАО АКБ «РОСБАНК», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © Росбанк 2013